

czwartek, 29 listopada 2018 | aktualizacja raportu

Energetyka

Polska

A jeśli to nie korekta, tylko zmiana trendu?

Ostatnie wzrosty rynkowych spreadów CDS oraz korzystne rozstrzygnięcie aukcji mocowej budują najbardziej sprzyjające otoczenie dla wytwarzania w Polsce od wielu lat. Co prawda ze sporym opóźnieniem, ale WIG-Energia zareagował na te sygnały i odrobił znaczną część strat z pierwszej połowy roku. Nadal jednak wskaźnik EV/EBITDA plasuje się 10% poniżej 3-letniej średniej, która nie stanowi szczególnie wymagającej bazy odniesienia. Tymczasem sektor ma zapewnione stabilne przychody mocowe w 5-15 letnich kontraktach, wchodzi w okres dodatknych przepływów pieniężnych, a rentowność segmentu wytwarzania rośnie i to przy rekordowych cenach CO₂. Przypominamy również, że dzięki uruchomieniu rządowych rekompensat zanegowany został scenariusz dużych strat na taryfie G (sektor spadł na tym ryzyku w sierpniu i wrześniu o 15%). Korzystnie dla branży wygląda również zaprojektowana przez ME polityka energetyczna kraju z rosnącą wagą OZE i dość słabo uargumentowaną koniecznością budowy elektrowni atomowej. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla całego indeksu WIG-Energia, ze szczególnym wskazaniem na Eneę.

Otoczenie makro już dawno nie było tak wspierające

Ceny energii w Polsce z nawiązką odwzorowują rosnące koszty CO₂ i węgla, co przekłada się na rekordowe CDS-y, zarówno na węglu brunatnym (+50 PLN/MWh YTD) jak i kamiennym (+60 PLN/MWh YTD), w szczególności dla nowych bloków o wyższej sprawności. Wbrew wcześniejszym obawom, wysokie ceny gazu zabezpieczają „brudnych” producentów przed presją marżową ze strony drożących uprawnień emisyjnych, a deficyt lokalnego węgla przesuwają merit order w stronę elektrowni opalanej drogim paliwem z importu. W takim otoczeniu nawet taki projekt jak Ostrołęka C przesuwają się w stronę dodatniego NPV.

Rynek mocy – czekaliśmy na to pozytywne zaskoczenie

Rynek przez długi czas był przekonany, że zapowiadany od dawna mechanizm mocowy nie przyniesie żadnych dodatkowych środków do sektora z uwagi na dużą konkurencję na aukcjach, spadek cen energii i restrykcyjne projekcje PZM ze strony PSE. Sygnały, że możliwe jest pozytywne zaskoczenie pojawiły się już przy parametrach aukcji w sierpniu, ale ostateczny wynik listopadowej aukcji przebił nawet nasze oczekiwania, a roczna płatność została ustalona na 5,4 mld PLN (z czego 55% w 5-15 letnich umowach), co przy zakładanym konserwatywnie spadku ceny hurtowej o 17 PLN/MWh oznacza przepływ netto 2,5 mld PLN.

Polityka energetyczna Rządu zaprezentowana

Ministerstwo Energii zaprezentowało projekt polityki energetycznej do 2040 roku, który zakłada mocny skręt w OZE z przyrostem mocy rzędu 25 GW i udziale w całkowitych nakładach na poziomie ~60%. Nadal „straszny” projekt jądrowy, ale wydaje się że jest on promowany trochę na siłę, kosztem np. wygaszania lądowych farm wiatrowych, co wydaje się absurdem w kontekście ostatnich aukcji OZE z cenami wsparcia poniżej 200 PLN/MWh.

Na horyzoncie dodatni FCF, nie można wykluczyć dywidend

Ujemne przepływy to był znak rozpoznawczy polskiej energetyki przez ostatnie 5-lat. Wszystko wskazuje na to, że obecny cykl inwestycyjny powoli wygasa (capex '19-22 niższy o 16% vs. '15-18), co wraz z poprawą wyników (wyższe marże, nowe moce) pozwoli na wygenerowanie gotówki już w przyszłym roku. Systematyczny spadek poziomu zadłużenia z 1,9x na koniec 2018 do 1,5x w 2020 powinien uzasadnić powrót do polityki dywidendowej.

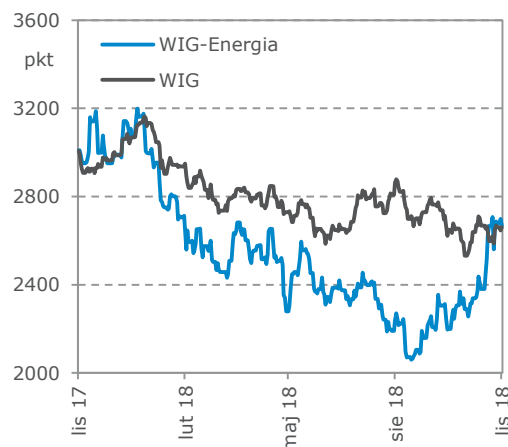
Spółka	P/E		P/CE		EV/EBITDA		P/BV
	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P	2019P	
Enea	6,3	3,3	2,1	1,6	4,2	3,2	0,4
Energia	4,7	5,0	2,3	2,1	3,9	3,8	0,4
PGE	10,1	7,6	3,7	3,3	4,7	4,1	0,5
Tauron	4,0	3,1	1,3	1,3	3,7	3,8	0,2

WIG-Energia	2 629
WIG	57 633
P/E 2018P	6,3x
EV/EBITDA 2018P	4,1x

Rynek energii w Europie i w Polsce

Ceny energii w Europie są obecnie na wieloletnich szczytach za sprawą wzrostu cen uprawnień do emisji CO₂ i drożących surowców energetycznych. W Polsce te trendy są odwzorowywane i roczny kontrakt na dostawę energii oscyluje wokół 290 PLN/MWh. Pozytywne tendencje w obszarze wytwarzania powinny generować rewizję konsensusu w górę, co w przypadku europejskich spółek zaczyna być już widoczne, choć należy pamiętać że ze względu na politykę zabezpieczeń, wyższe marże pojawiają się tam dopiero w 2020-21 roku.

Kurs WIG-Energia na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Enea	15,58	12,62	kupuj	kupuj
Energia	13,54	15,27	kupuj	kupuj
PGE	14,82	13,60	kupuj	kupuj
Tauron	3,06	2,77	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Enea	10,50	15,58	+48,3%
Energia	9,16	13,54	+47,8%
PGE	11,47	14,82	+29,2%
Tauron	2,21	3,06	+38,4%

Analityk:

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.klisczcz@mbank.pl

czwartek, 29 listopada 2018 | aktualizacja raportu

Enea: kupuj (podtrzymana)

ENA PW; ENAE.WA | Energetyka, Polska

Potencjał do zaskoczenia w latach 2019-20

Enea stanowi obecnie najlepszą ekspozycję na sprzyjające odczyty w sektorze (rosnące CDS-y, wysokie ceny na aukcji mocowej i skala kontraktów wieloletnich, deficyt węgla z lokalnych kopalni) i naszym zdaniem wyniki EBITDA w latach 2019-20 powinny przebiec oczekiwania rynkowe nawet o ~16%. Sentyment popsuły słabsze od pierwotnych oczekiwań wyniki tego roku, ale zwracamy uwagę, że większość negatywnych katalizatorów nie powtórzy się w przyszłym roku. Dodatkowo zdecydowanie lepiej od pierwotnych założeń prezentuje się rachunek przepływów pieniężnych (wysoki CFO dzięki zakupom terminowym CO₂ i niższy capex), co przy zadłużeniu netto na poziomie 1,7x EBITDA na koniec września, dobrze rokuje na kolejne lata w zakresie zdolności dywidendowej (ostateczna decyzja będzie należała do Rządu), nawet po uwzględnieniu wydatków na projekt Ostrołęka C. Aktualnie koncern jest notowany przy EV/EBITDA'19-20 ~3,0x, co plasuje się 20% poniżej najbliższych konkurentów. Po korekcie założeń makro podnosimy cenę docelową do 15,58 PLN, utrzymując zalecenie kupuj.

2018 rozczarował, ale 2019-20 pobijają konsensus

Enea ze swoją flotą wytwórczą powinna zdecydowanie bardziej od lokalnej konkurencji korzystać na obecnych trendach makro. W tym roku ze względu na zbieg nieszczęśliwych okoliczności (problemy z wydobywaniem w LWB, koszty transportu węgla i drogi import, niska dyspozycyjność bloku 11 w Kozienicach wymuszająca bilansowanie przy rekordowo wysokich spotach, zamieszanie z obligiem giełdowym i straty na obrocie) Spółka rozczarowuje na poziomie EBITDA, raportując wyniki zbliżone r/r mimo wyższego CDS i uruchomienia z nowego bloku. W przyszłym roku modelowa marża dla „starej” elektrowni węglowej rośnie o 22 PLN/MWh, a dla nowych wysoko sprawnych bloków o 36 PLN/MWh, co w przypadku Enei jest jeszcze wzmocnione 75% integracją pionową w dostawach paliwa. Dodatkowo listopadowe dane remit wskazują na ustabilizowanie pracy bloku 11, co wzmocni efekt zakończenia remontu na bloku 500 MW. Według naszych szacunków EBITDA w wytwarzaniu wzrośnie w 2019 r/r o 0,7 mld PLN (w tym wzrost rentowności bloku biomasowego), a jeśli aktualne ceny się utrzymają to rok 2020 mogą okazać się nawet 30% wyższe od naszych bazowych założeń.

Rynek mocy – niższy wolumen, ale...

W pierwszej aukcji mocowej Enea zakontraktowała łącznie 3,66 GW mocy dyspozycyjnej, co stanowi około 64% całkowitej floty i odbiega od średniej rynkowej na poziomie 73%. Zwracamy jednak uwagę, że prawie 100% umów jest zabezpieczona na 5-15 lat, co jest ewenementem na tle konkurencji (benchmark 57%). Biorąc pod uwagę wcześniejsze deklaracje w zakresie planów modernizacyjnych, spodziewamy się że w najbliższych grudniowych aukcjach portfel kontraktów mocowych zostanie uzupełniony o kilka umów dla Elektrowni Połaniec, która póki co zakontraktowała 2 z 6 modernizowanych bloków. Nawet jednak bez tych dodatkowych przychodów Spółka ma zabezpieczone płatności w skali 0,9 mld PLN na co najmniej 5 lat, co po korekcie o spadek cen energii implikuje netto wpływ na EBITDA rzędu 0,4 mld PLN (przy mnożniku 4x EV/EBITDA dodaje to około ~40% MCap).

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	11 255,7	11 405,7	12 426,8	14 587,4	15 063,6
EBITDA	2 327,8	2 683,6	2 622,7	3 588,8	3 658,6
marża EBITDA	20,7%	23,5%	21,1%	24,6%	24,3%
EBIT	1 119,3	1 487,7	1 193,4	2 082,5	2 135,0
Zysk netto	784,4	1 070,2	738,2	1 417,1	1 448,7
P/E	5,9	4,3	6,3	3,3	3,2
P/CE	2,3	2,0	2,1	1,6	1,6
P/BV	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,2	4,1	4,2	3,2	3,1
DPS	0,00	0,28	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	10,50 PLN
Cena docelowa	15,58 PLN
Kapitalizacja	4,64 mld PLN
Free float	2,2 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	14,1 mln PLN

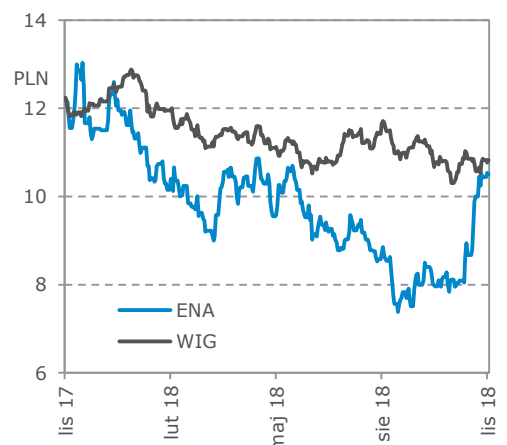
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	51,50%
Pozostali akcjonariusze	48,50%

Profil spółki

Enea jest jedną z największych zintegrowanych polskich grup energetycznych, a jej udział w rynku dystrybucji sięga 14% (Spółka obsługuje 2,3 mln klientów). W skład Grupy wchodzi Elektrownia Kozienice (3,88 GW), przejęta w roku ubiegłym elektrownia Połaniec (1,9 GW) oraz EC Białystok. Koncern kontroluje również kopalnię LW Bogdanka o rocznej produkcji przekraczającej 9 mln ton węgla.

Kurs akcji ENA na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Enea	15,58	12,62	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Enea	10,50	15,58	+48,3%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
EBITDA	-7,8%	+9,3%	+23,8%
Zysk netto	-19,7%	+19,4%	+55,6%
Energia (EUR/MWh)	-0,9%	+18,3%	+29,8%
Węgiel (PLN/t)	+4,0%	+15,7%	+24,6%
CO ₂ (EUR/t)	+8,9%	+16,7%	+14,5%

Analityk:

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl

czwartek, 29 listopada 2018 | aktualizacja raportu

Energa: kupuj (podtrzymana)

ENG PW; ENGP.WA | Energetyka, Polska

Jeszcze nigdy Ostrołęka C nie była tak rentowna...

Energa to obok Tauronu i ZEPAK najgorszy reprezentant WIG-Energia w ujęciu YTD. Jeszcze do niedawna można było to tłumaczyć obawami o ogromne straty na regulowanym obrocie, ale wszystko wskazuje na to, że URE zatwierdzi taryfy w oparciu o koszty uzasadnione, a rekompensaty sfinansuje Rząd z przychodów ze sprzedaży CO₂. W takim scenariuszu koncern z dominującą ekspozycją na dystrybucję i OZE (90% w EBITDA) oraz bezpiecznym profilem bilansu nawet przy uwzględnieniu wydatków na Ostrołękę C (DN/EBITDA 2,7x w szczycie nakładów) powinien być w naszej opinii wyceniany powyżej swojej wartości WRA, a tymczasem rynkowa EV implikuje 35% dyskonta. Jednocześnie zwracamy uwagę, że przy obecnym sprzyjającym makro i korzystnych rozstrzygnięciach aukcji mocowej prognozy dla projektu Ostrołęka są najlepsze od czasu jego inicjacji. Oczywiście trudno rozstrzygać na podstawie spotowych odczytów o rentowności takiej inwestycji, ale powinno to co najmniej obniżyć dyskonta przykładane z tego tytułu w waluacji. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, obniżając wycenę do 13,54 PLN z uwagi na niższe projekcje wyników obrotu.

Rynek mocy vs Ostrołęka C i segment wytwarzania

W pierwszej aukcji mocowej Energa zaskoczyła in plus kontraktując łącznie w perspektywie 5 lat około 0,8 mld PLN przychodów, a ustalona cena na poziomie 240 tys. PLN/MWh i aktualne odczyty CDS przesuwają projekt Ostrołęka C w terytorium wyraźnie dodatniego NPV. Tymczasem wycena sumą części wskazuje, że segment wytwarzania jest wyceniany przez rynek na -3,7 mld PLN, mimo atrakcyjnego w obecnych warunkach makro portfela OZE i bieżącego potencjału EBITDA na poziomie 0,4 mld PLN rocznie.

Segment obrotu jednak nie będzie ofiarą taryfy G

Energa sprzedaje ~20 TWh rocznie przy produkcji 3,8 TWh i ta krótka pozycja w portfelu dała się we znaki właśnie w tym roku. Skokowy wzrost cen spot znacznie zwiększył koszty bilansowania (spot odchylił się r/r o 80 PLN, co nawet przy 10% otwartej pozycji oznacza straty ~130 mln PLN), a dodatkowo sytuację skomplikowało rozszerzenie spreadu base-peak i dalszy wzrost zapotrzebowania. Po zapowiedzi o zamrożeniu taryfy, na horyzoncie pojawiło się ryzyko ogromnych strat na regulowanej działalności w 2019 roku (przy 5,5 TWh kierowanych do odb. domowych mogło to oznaczać nawet -0,4 mld PLN). Wszystko wskazuje jednak na to, że to budżet weźmie na siebie koszty rekompensat, co oznacza że przyszłoroczna EBITDA obrotu powinna ulec wyraźnej poprawie r/r z uwagi na brak strat na bilansowaniu.

Spór z farmami wiatrowymi – coraz mniejsze ryzyko

Przypominamy, że Spółka wypowiedziała w ubiegłym roku 22 umowy z farmami o łącznych mocach 530 MW, a korzyść z ich unieważnienia szacowała na 2,1 mld PLN. Tyle też wynosiło potencjalne roszczenie, ale w międzyczasie bez żadnych kosztów udało się podpisać umowy w właścicielami farm o mocach ponad 160 MW, a ceny zielonych certyfikatów wzrosły do ponad 150 PLN/MWh. Po uwzględnieniu tych elementów potencjalna wartość zobowiązań z pozostałych sporów wynosi już tylko około 0,4 mld PLN, co znacząco zmniejsza ryzyko związane z tą kwestią.

(mIn PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	10 181,0	10 534,0	10 370,9	12 292,8	12 717,8
EBITDA	2 027,0	2 160,0	2 068,2	2 205,8	2 200,8
marża EBITDA	19,9%	20,5%	19,9%	17,9%	17,3%
EBIT	487,0	1 210,0	1 225,9	1 184,2	1 175,1
Zysk netto	151,0	773,0	800,7	753,3	699,9
P/E	25,1	4,9	4,7	5,0	5,4
P/CE	2,2	2,2	2,3	2,1	2,2
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,2	3,7	3,9	3,8	4,2
DPS	0,49	0,19	0,00	0,00	0,00
DYield	5,4%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	9,16 PLN
Cena docelowa	13,54 PLN
Kapitalizacja	3,79 mld PLN
Free float	1,84 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	10,8 mln PLN

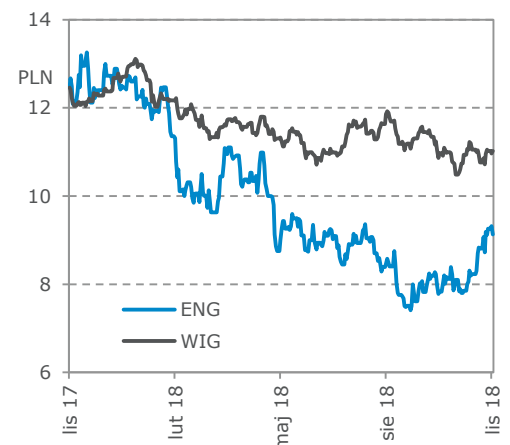
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	51,52%
Pozostali akcjonariusze	48,48%

Profil spółki

Grupa Energa jest jedną z czterech największych pionowo zintegrowanych grup energetycznych w Polsce. Energa jest trzecim największym operatorem systemu dystrybucyjnego (22,1 TWh w 2017 roku) i trzecim największym sprzedawcą energii (16% rynku). Produkcja energii z własnych źródeł w 2017 roku sięgnęła około 4,3 TWh, z czego prawie 36% pochodziło z OZE.

Kurs akcji ENG na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Energa	13,54	15,27	kupuj	kupuj
Spółka	Cena bieżąca		Cena docelowa	
			Potencjał zmiany	
Energa	9,16		13,54	
			+47,8%	
Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2018P	2019P	2020P
EBITDA		-4,5%	-4,6%	-3,2%
Zysk netto		-3,4%	-6,6%	-6,7%
Energia (EUR/MWh)		-0,9%	+18,3%	+29,8%
Węgiel (PLN/t)		+4,0%	+15,7%	+24,6%
CO ₂ (EUR/t)		+8,9%	+16,7%	+14,5%

Analityk:

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl

czwartek, 29 listopada 2018 | aktualizacja raportu

PGE: kupuj (podtrzymana)

PGE PW; PGE.WA | Energetyka, Polska

Powrót do dywidend całkiem realny

Kurs PGE jako pierwszy zaczął odreagowywać z historycznych minimów, choć to odbicie przychodziło dość opornie, na co wskazywaliśmy w naszym komentarzu specjalnym z połowy września. Ostatecznie jednak od tamtej publikacji wycena wzrosła o ponad 30% odzwierciedlając, przynajmniej w części, rekordowe odczyty marż CDS czy pozytywne zaskoczenie na aukcji mocowej. Zwracamy uwagę, że sprzyjające makro będzie w pełni odzwierciedlone dopiero w wynikach 2020 (wzrost spreadu na węglu brunatnym o 50 PLN/MWh i na kamiennym w blokach 45% o 60 PLN/MWh), ale już w przyszłym roku Spółka powinna zaskoczyć pozytywnie, mimo bardzo ostrożnych prognoz Zarządu. Liczymy też, że w najbliższych grudniowych aukcjach mocy PGE uzupełni swój portfel o dodatkowe umowy 5-letnie, co zabezpieczy przepływy na najbliższą dekadę. Naszym zdaniem perspektywa FCF na najbliższe lata w pełni uzasadnia powrót do polityki dywidendowej w przyszłym roku, szczególnie że nie jesteśmy przekonani co do wyjścia projektu atomowego poza fazę planowania, a opublikowany projekt polityki energetycznej kraju wyklucza większe inwestycje w nowe odkrywki węglowe. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, podnosząc cenę docelową do 14,82 PLN/akcję na bazie wyższych cen energii i kontraktów mocowych.

Asekuracyjna prognoza Zarządu dla wytwarzania

W tym roku mimo zakontraktowanych wyższych cen energii wytwarzanie zaskakuje in minus z uwagi na warunki pogodowe, gorsze wyniki segmentu elektrociepłowni oraz koszty uprawnień do emisji. W przyszłym roku Spółka dość asekuracyjnie prognozuje stabilizację wyników w wytwarzaniu konwencjonalnym i spadek w kogeneracji. Naszym zdaniem ostatecznie EBITDA powinna zaskoczyć mocno in plus, nawet po uwzględnieniu niższych wolumenów w Bełchatowie (remonty), znacznego ograniczenia wsparcia kogeneracji (przyjmujemy -0,35 mld PLN) czy wyższych kosztów węgla (nowa umowa z PGG). Katalizatorami obok znacznie wyższych CDS-ów powinno być uruchomienie nowych bloków w Opolu, normalizacja warunków pogodowych, wyższe zyski z OZE oraz wycena 10 mln ton darmowych uprawnień CO₂ po wyższych cenach. W 2020 roku pojawi się już pełna kontrybucja bloków w Opolu (przy aktualnych CDS-ach mają potencjał nawet 1 mld PLN EBITDA), a od 2H'20 bloku w Turowie (0,3 mld PLN).

Najwyższy FCF w sektorze

PGE kończy właśnie ogromny program inwestycyjny w energetyce konwencjonalnej (nowe bloki plus kompleksowa modernizacja istniejących), który pochłonie w latach 2014-19 łącznie ponad 24 mld PLN. Do czasu uruchomienia większych nakładów na nowe projekty rozwojowe (CCGT, offshore) Spółka powinna obniżyć średnioroczny capex z 7,2 mld PLN do 4,5 mld PLN, co zaowocuje znaczącą poprawą profilu FCF. Szacujemy, że w latach 2019-22 wskaźnik FCF/EV średnio wyniesie prawie 12%, co przy aktualnym niskim zadłużeniu (1,4x DN/EBITDA na koniec września zawyżony o 1,6 mld PLN przez krótkoterminowe dociążenie depozytami zabezpieczającymi na TGE i spotowymi zakupami CO₂) daje wystarczające podstawy do przywrócenia polityki dywidendowej.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	28 092,0	23 100,0	25 632,8	39 399,5	43 211,1
EBITDA	7 376,0	7 650,0	6 748,7	7 693,8	8 599,3
marża EBITDA	26,3%	33,1%	26,3%	19,5%	19,9%
EBIT	3 512,0	3 620,0	3 009,8	3 933,7	4 565,3
Zysk netto	2 568,0	2 660,0	2 126,6	2 810,8	3 330,7
P/E	8,4	8,1	10,1	7,6	6,4
P/CE	3,3	3,2	3,7	3,3	2,9
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,6	3,9	4,7	4,1	3,5
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,38
DYield	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	3,3%

Cena bieżąca	11,47 PLN
Cena docelowa	14,82 PLN
Kapitalizacja	21,45 mld PLN
Free float	9,14 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	47,1 mln PLN

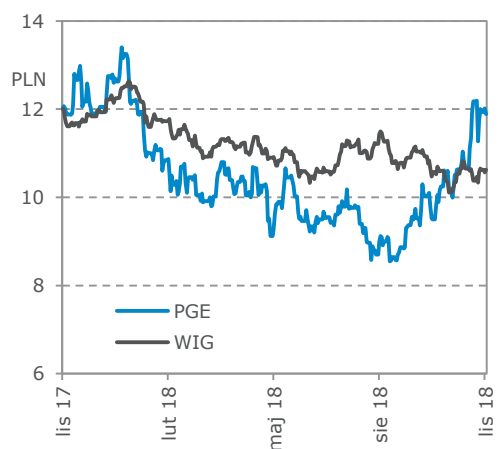
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	57,39%
Pozostali akcjonariusze	42,61%

Profil spółki

PGE jest największym w Polsce holdingiem energetycznym, w którego skład wchodzi elektrownie i elektrociepłownie o łącznych mocach 16 GW i rocznej produkcji na poziomie 69 TWh, co daje około 41% udział w krajowym rynku. Około 60% prądu produkowane jest w oparciu o dostawy surowca z własnych kopalni węgla brunatnego. Spółka posiada także sieć dystrybucji energii (około 27% polskiego rynku) oraz największą w kraju spółkę detaliczną zajmującą się sprzedażą energii do klientów końcowych (40,4 TWh).

Kurs akcji PGE na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PGE	14,82	13,60	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PGE	11,47	14,82	+29,2%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
EBITDA	-10,1%	-2,7%	+10,2%
Zysk netto	-30,4%	-9,7%	+18,3%
Energia (EUR/MWh)	-0,9%	+18,3%	+29,8%
Węgiel (PLN/t)	+4,0%	+15,7%	+24,6%
CO ₂ (EUR/t)	+8,9%	+16,7%	+14,5%

Analityk:

Kamil Kliszc
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl

czwartek, 29 listopada 2018 | aktualizacja raportu

Tauron: kupuj (podtrzymana)

TPE PW; TPE.WA | Energetyka, Polska

Strachy na lachy w segmencie obrotu

W ujęciu YTD akcje Tauronu znacząco odstają od indeksu branżowego, co w dużym stopniu wynika z sierpniowych spadków (10p.p. odchylenia od WIG Energia) związanych z zapowiedzią zamrożenia taryfy G. Spółka ma jedną z największych ekspozycji na odbiorców domowych w obrocie i dodatkowo krótką pozycję w portfelu sprzedażowym, co w skrajnym scenariuszu implikowałoby nawet -0,8 mld PLN ubytku EBITDA. Ostatecznie jednak okazało się, że to Rząd sfinansuje rekompensatę dla obywateli, co powinno prowadzić do domknięcia wspomnianej luki na kursie TPE do najbliższej konkurencji. Zwracamy też uwagę na pozytywne zaskoczenia na poziomie CF w tym roku i perspektywę strukturalnej poprawy przepływów w kolejnych latach wraz z zakończeniem projektu w Jaworznie. Dodatkowo Spółka jest beneficjentem aktualnych trendów na modelowych marżach w wytwarzaniu i korzystnych rozstrzygnięć na aukcji mocy, co skłania nas do rewizji w górę prognoz na kolejne lata (pomimo bardziej konserwatywnych założeń wolumenowych dla kopalni) i podwyższenia ceny docelowej do 3,06 PLN. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Aukcja mocy potwierdza tezę o restrukturyzacji portfela

Tauron zakontraktował w aukcji mocowej 2,9 GW i zapewnił sobie przychody na poziomie 0,7 mld PLN, z czego 85% w umowach 5-15 letnich. W relacji do całkowitej mocy zainstalowanej Grupy, poziom kontraktacji mocowej (63%) jest jednak niższy od średniej. W naszej opinii potwierdza to tezę z naszego majowego raportu, w którym oczekiwaliśmy, że aukcje mocowe Spółka potraktuje jako okazję do restrukturyzacji swojego portfela wytwórczego poprzez selekcję bloków przeznaczonych do modernizacji i tych mniej perspektywicznych, które do czasu ich zamknięcia będą pełnić tylko funkcję back-upu. Taki scenariusz dawałby szansę na optymalizację kosztową i wzrost rentowności segmentu wytwarzania w średnim terminie.

1 mld PLN FCF za 2 lata – realna perspektywa

Wszystko wskazuje na to, że w przyszłym roku wskaźnik DN/EBITDA osiągnie maksimum na poziomie 2,8x i kolejne lata przyniosą znaczny wzrost przepływów pieniężnych netto (średnia 2020-21 ~1,1 mld PLN), jako że EBITDA przekracza capex odtworzeniowy o 1,6 mld PLN. Bilansowo Spółka odzyska potencjał dywidendowy już w 2020 roku, szczególnie że przy aktualnej kapitalizacji do zapewnienia Dywidendy na poziomie 5% „wystarczy” tylko 0,2 mld PLN, co podniosłoby DN/EBITDA zaledwie o 0,05.

Kopalnie największym wyzwaniem na rok 2019

Segment wydobywczy bardzo negatywnie zaskoczył w tym roku spadkiem produkcji, co nie tylko skomplikowało się na fatalne wyniki (skor. EBITDA -130 mln PLN YTD), ale skomplikowało bilans dostaw paliwa do elektrowni, szczególnie w kontekście deficytu surowca na lokalnym rynku. Odbicie na wolumenach zakładamy konserwatywnie dopiero w 2020 roku, ale nie można wykluczyć, że kopalnie Tauronu uporać się szybciej z problemami, co mogłoby znacząco poprawić potencjał wynikowy Grupy w aktualnym otoczeniu cenowym (produkcja 2018 to 4,7 mln ton vs. 6,8 mln ton w '17).

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	17 646,5	17 416,0	18 682,9	23 567,2	25 207,3
EBITDA	3 336,8	3 545,3	3 604,5	3 695,4	4 202,9
marża EBITDA	18,9%	20,4%	19,3%	15,7%	16,7%
EBIT	801,5	1 806,3	1 513,3	1 904,0	2 248,9
Zysk netto	367,5	1 380,7	972,5	1 264,9	1 512,4
P/E	10,5	2,8	4,0	3,1	2,6
P/CE	1,3	1,2	1,3	1,3	1,1
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,7	3,6	3,7	3,8	3,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	2,21 PLN
Cena docelowa	3,06 PLN
Kapitalizacja	3,87 mld PLN
Free float	2,30 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	21,7 mln PLN

Struktura akcjonariatu

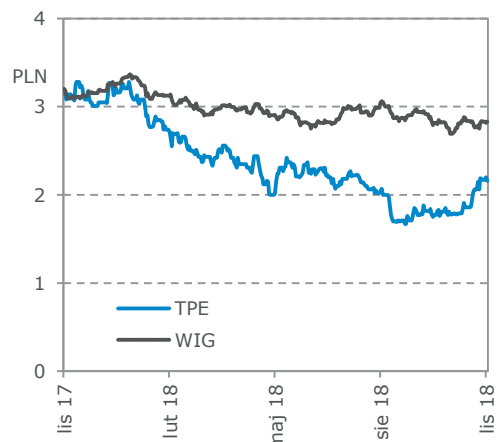
Skarb Państwa	30,06%
KGHM	10,39%
NN OFE	5,06%

Pozostali akcjonariusze 54,49%

Profil spółki

Tauron to drugi pod względem wielkości zintegrowany koncern energetyczny w Polsce z potencjałem wytwórczym na poziomie 5,0 GW i wydobywaniem węgla rzędu 6-7 mln ton rocznie. Koncern jest drugim, największym sprzedawcą detalicznym w Polsce i dostarcza klientom końcowym prawie 35 TWh energii elektrycznej w skali roku. Spółka posiada także infrastrukturę dystrybucyjną, poprzez którą w 2017 roku przesłano ponad 51 TWh energii.

Kurs akcji TPE na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Tauron	3,06	2,77	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Tauron	2,21	3,06	+38,4%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
EBITDA	-0,5%	+4,0%	+13,3%
Zysk netto	+5,3%	+15,9%	+43,0%
Energia (EUR/MWh)	-0,9%	+18,3%	+29,8%
Węgiel (PLN/t)	+4,0%	+15,7%	+24,6%
CO ₂ (EUR/t)	+8,9%	+16,7%	+14,5%

Analitik:

Kamil Kliszc
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)

EBIT – zysk operacyjny

EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE – wartość księgowa

WNDB – wynik na działalności bankowej

MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek Enea, Energa, Tauron.

mBank S.A. pełni funkcję sponsora emisji dla spółek Enea, PGE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną umowę o świadczenie usług maklerskich ze spółką Enea.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać wynagrodzenie za świadczone usługi od spółek Enea, Energa, PGE, Tauron

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 29 listopada 2018 o godzinie 8:43.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 29 listopada 2018 o godzinie 8:43.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologiczną techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Enea wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	12,62	11,78	12,11	12,98	12,82	12,82
kurs z dnia rekomendacji	9,57	9,10	10,36	11,07	12,19	11,89

Rekomendacje dotyczące spółki Energa wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-09-03	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	15,27	15,58	14,91	14,71	15,20	14,97	14,81
kurs z dnia rekomendacji	8,40	9,00	9,96	10,11	12,21	12,60	12,09

Rekomendacje dotyczące spółki PGE wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	13,60	12,89	12,61	13,30	13,20
kurs z dnia rekomendacji	9,28	9,81	10,28	11,87	11,93

Rekomendacje dotyczące spółki Tauron wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-09-03	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	2,77	2,76	2,73	2,98	3,38	3,23
kurs z dnia rekomendacji	2,00	2,01	2,38	2,69	3,08	3,10

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz**Kamil Kliszczyk**

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak

+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski

+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Aleksandra Szklarczyk

aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Mikołaj Lemańczyk

mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy****Piotr Gawron**

dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek

+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec

+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski

+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop

+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski

+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak

+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik

+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne**Marzena Łempicka-Wilim**

wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lemnicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski

+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**Kamil Szymański**

dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak

wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl